

Firma Yönetim Kurulu Cinsiyet Çeşitliliğinin Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Örneği*

Aysel ÖZTÜRKÇÜ AKÇAY**

Gamze SEVİMLİ ÖRGÜN***

Halil Cem SAYIN****

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, firma yönetim kurulundaki cinsiyet çeşitliliğinin ve kadın üye dağılımının temsil maliyetleri üzerindeki etkisini incelemektir. Bu amaç doğrultusunda çalışmada, Borsa İstanbul'a kayıtlı 202 finansal olmayan firmanın 2012-2020 dönemine ait verileri panel veri analiz yöntemiyle analize tabi tutularak, firmaların yönetim kurulunda kadın üye bulunması ile temsil maliyetleri arasındaki ilişki belirlenmeye çalışılmıştır. Analiz sonuçları, yönetim kurulunda kadın üyelerin varlığının temsil maliyetlerini anlamlı düzeyde azaltarak asil-vekil çatışmasını hafiflettiğini göstermiştir. Ayrıca, kritik kütle teorisi ile tutarlı biçimde, üç veya daha fazla kadın üyeye sahip yönetim kurullarının daha az sayıda kadın üyeye sahip yönetim kurullarına kıyasla temsil maliyetlerinin azaltılmasında daha güçlü bir etkiye sahip oldukları görülmüştür. Çalışmanın sonuçları, kadın yöneticilerin firmada kurumsal yönetişimin yerleşmesinde, temsil sorununun çözümünde, temsil maliyetlerinin azaltılmasında ve hissedarlar ile diğer paydaşların çıkarlarının korunmasında daha etkili olduklarına işaret etmektedir. Dolayısıyla, firmaların yönetim kurullarında kadın üyelerin varlığını artırmaya yönelik düzenlemeler ve çalışmalar yapılması önerilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Cinsiyet çeşitliliği, temsil maliyeti, kaynak bağımlılığı teorisi, kritik kütle teorisi, panel veri analizi.

JEL Sınıflandırması: M14, G30, G34, G38

The Effect of Board Gender Diversity on Agency Costs: Evidence from Borsa Istanbul

ABSTRACT

This study aims to examine the effects of board gender diversity and female member composition on agency costs. For this aim, the data of 202 non-financial companies listed in Borsa Istanbul for the period of 2012-2020 were analyzed by panel data analysis method, and the relationship between female presence on the board and the agency cost was tried to be determined. The results indicate that female presence on the board significantly reduces the agency cost and, hence, mitigates the principal-agent conflict. Moreover, consistent with the critical mass theory, it was found that boards with three or more female members have a stronger impact on reducing the agency cost, as compared to fewer female members on the board. The results of the study indicate that female directors are more effective in establishing corporate governance in the firm, solving the agency problem, reducing the agency cost and are in a better position to safeguard the interests of stakeholders. Therefore, it is recommended that the policymakers focus on regulations and programs to increase the female members presence on the boards of firms.

Keywords: Gender diversity, agency cost, resource dependence theory, critical mass theory, panel data analysis.

Jel Classification: M14, G30, G34, G38

* Makale Gönderim Tarihi: 06.05.2022, Makale Kabul Tarihi: 16.07.2022, Makale Türü: Nicel Analiz

** Dr. Öğr. Üyesi, Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, ayselakcay@yyu.edu.tr, ORCID: 0000-0001-9655-5673.

*** Arş. Gör., Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, gamzesevimliorgun@yyu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-4233-8363.

**** Dr. Öğr. Üyesi, Anadolu Üniversitesi, İşletme Fakültesi, hcsayin@anadolu.edu.tr, ORCID: 0000-0003-3487-805X.

1. GİRİŞ

Sanayi devrimi ve sonrasında yaşanan teknolojik gelişmeler, işletmelerin yapılarını ve iş yapış şekillerini önemli ölçüde etkileyerek işletme faaliyetlerinin karmaşık hale gelmesine yol açmıştır. Sanayi devriminin etkisiyle oluşan büyük sermaye ihtiyacı, çok ortaklı büyük işletmelerin kurulmasını beraberinde getirmiş, yatırımcılar büyüyen ve daha kompleks bir yapıya bürünen işletmelerinin yönetim görevini profesyonel yöneticilere devretmek durumunda kalmışlardır. İşletme yönetiminin ve kontrolünün işletme sahiplerinden profesyonel yöneticilere geçmeye başlaması, başka bir deyişle mülkiyet ve yönetim unsurlarının birbirinden ayrışması ise literatürde temsil sorunu (agency problem) olarak adlandırılan bir çıkar çatışmasının doğmasına neden olmuştur (Jensen ve Meckling, 1976: 309).

Söz konusu çıkar çatışmasının temel kaynağı, içerdekilerin yani yöneticilerin dışarıdakilere yani hissedarlar ve tüm paydaşlara kıyasla işletmeyle ilgili bilgi avantajına sahip olmaları ve bu bilgiyi kendi çıkarları doğrultusunda kullanabilmeleridir. Karar almak için gerekli olan bilgilerin, taraflar arasında asimetric dağılması sonucunda ortaya çıkan bu avantaj, içerdekilerin dışarıdakiler üzerinde hakimiyet kurmasına yol açarak, yöneticilerin güçlenmesine, paydaşların ise zayıflamasına neden olmaktadır. Örneğin, işletme sahipleri yüksek getiri sağlayacak uzun vadeli projeler üstlenerek uzun vadede servetlerini maksimize etmeyi tercih edebilir iken, yöneticiler tam tersine kişisel çıkarlarını (yüksek maaşlar ve ikramiyeler gibi) maksimize etmek için kısa vadeli kârlara odaklanabilmekte ve bu durum işletme sahipleri için refah kaybıyla sonuçlanabilmektedir (Amin vd., 2022: 165). İşletme sahiplerinin, yöneticilere emanet ettikleri işletme kaynaklarının kendi refahları doğrultusunda etkin ve verimli bir şekilde kullanılmasını sağlamak istemesi ise beraberinde temsil maliyetleri olarak adlandırılan birtakım maliyetleri getirmektedir. Jensen ve Meckling (1976: 308)'e göre temsil maliyetleri; (i) kontrol ve gözetim maliyetleri, (ii) garanti sağlayıcı sözleşmesel maliyetler ve (iii) önlenemeyen maliyetler olmak üzere üç tür maliyetin toplamından oluşmaktadır. Baker ve Powell (2005: 14) ise, temsil maliyetlerini doğrudan veya dolaylı maliyetler olmak üzere ikiye ayırmaktadır. Yazarlara göre, doğrudan temsil maliyetleri genellikle yönetime fayda sağlayan ancak hissedarlar için bir maliyet içeren kurumsal harcamalardan kaynaklanmaktadır. İkramiyeler, hisse senedi opsiyonları ve ek ödemeler gibi teşvikler bu tür maliyetler arasında yer almaktadır. Yöneticilerin faaliyetlerini izlemek veya sınırlamak için hissedarlar tarafından üstlenilen izleme maliyetleri de (bağımsız denetim ücretleri gibi) başka bir doğrudan temsil maliyeti türüdür. Dolaylı temsil maliyetlerine örnek olarak ise, yönetimin risk üstlenmeyi tercih etmemesi nedeniyle kârlı yatırımlar yapma konusunda başarısız olması gösterilmektedir.

Temsil maliyetlerinin literatürde çok sayıda ampirik çalışmaya konu olduğu görülmektedir. Söz konusu çalışmaların büyük kısmında, temsil maliyetlerinin sahiplik yapısı (Wellalage ve Locke, 2011; Tripathi, 2019; Dinçergök ve Yıldız, 2022), sermaye yapısı (Jensen ve Meckling, 1976; Li ve Cui, 2003; Zhao-guo vd., 2007) ve firma performansı (Baykara ve Baykara, 2021; Kontuş, 2021) bağlamında ele alındığını söylemek mümkündür. Bunun yanı sıra, firma büyüklüğü, kârlılık, borçlanma gibi firma özelliklerinin temsil maliyetleri üzerindeki etkilerini incelemeye yönelik çalışmalara da rastlanmaktadır (Yaşbay Kobal ve Ataman, 2018; Canarella ve Miller, 2022). Diğer taraftan, firma yönetim kurulu üyelerinin cinsiyet dağılımının temsil maliyetleri üzerindeki doğrudan etkilerini inceleyen çalışmaların ise nispeten daha yeni ve az sayıda olduğu görülmektedir. Özellikle 2000'li

yılların başında yaşanan (Enron, Worldcom, Parmalat gibi) finansal yolsuzlukların¹ dünya genelinde neden olduğu ekonomik kayıplar ve ardından gelen Sarbanes Oxley Yasası gibi yasal düzenlemeler firma yönetim kurulunun demografik özellikleri üzerine tartışmaları da beraberinde getirmiştir (Amin vd., 2022: 164). Söz konusu demografik özellikler içinde özellikle, yönetim kurulu ve üst yönetim yapısındaki cinsiyet dağılımının firma performansı, firma değeri ve firma sahiplerinin refahı üzerindeki etkileri akademik çalışmaların ilgi odağı haline gelmiştir.

Yapılan ampirik çalışmalar, kadın yöneticilerin erkek yöneticilere kıyasla daha ihtiyatlı kararlar aldıklarını göstermiştir (Levi vd., 2014: 186). Bunun yanı sıra, Eagly ve Johannesen-Schmidt (2001), kadın yöneticilerin; daha demokratik - katılımcı ve başkalarının refahını önemseyen bir duruş sergilediklerine; Faccio vd. (2016), daha az riskli finansman tercihlerinde bulduklarına; Gull vd. (2018), daha sıkı denetimler ve izleme faaliyetleri gerçekleştirme eğiliminde olduklarına; Adams ve Ferreira (2009) ile Ain vd. (2021), firma içinde kurumsal yönetim uygulamalarının hayata geçirilmesinde daha etkin olduklarına; Usman vd. (2018), kadın yönetici sayısının fazla olduğu ücret komitelerinde üst düzey yöneticilere tanınacak mali hakların daha objektif biçimde belirlendiğine dair kanıtlar ortaya koymuşlardır. Genel olarak literatürdeki çalışmalar, sağladıkları ekonomik faydalar ve hissedarların çıkarlarını destekleme eğilimleri nedeniyle, kadın yöneticilerin yönetim kuruluna dahil edilmelerinin temsil sorunlarını çözdüğünü ve temsil maliyetlerini etkin bir şekilde azalttığını desteklemektedir (Ain vd., 2021: 1605).

Diğer taraftan, birçok ülkede firma yönetim kurullarında kadın üyelerin varlığını zorunlu hale getiren yasal düzenlemeler gerçekleştirildiği de görülmektedir. Norveç'te kamuya açık firmaların yönetim kurullarında en az %40 oranında kadın üye bulunması yasal olarak zorunlu hale getirilmiştir. Benzer şekilde yaptıkları yasal düzenlemelerle, firma yönetim kurulunda kadın üye temsil oranı Fransa ve İspanya'da %40, Hollanda'da ise asgari %30 olarak belirlenmiştir (Toksoy Redman, 2012; YASED, 2016: 15). Türkiye'de ise bu konuda herhangi bir yasal zorunluluk bulunmamakla birlikte, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2014 yılında yayımlanan Kurumsal Yönetim Tebliği ile şirketlerin, "*yönetim kurullarında kadın üye oranı için %25'ten az olmamak kaydıyla bir hedef oran ve hedef zaman belirlemesi ve bu hedeflere ulaşmak için politika oluşturması; bu hedeflere ulaşma hususunda sağlanan ilerlemeyi yıllık olarak değerlendirmesi*" tavsiye edilmiştir (SPK, 2014).

Son yıllarda yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ile temsil maliyetleri arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalar ve ülkeler tarafından gerçekleştirilen yasal düzenlemeler konunun önemini göstermektedir. Bu çalışmanın kaleme alındığı tarih itibarıyla Türkiye'de firma yönetim kurullarında kadın üye bulundurma zorunluluğuna dair herhangi bir zorlayıcı yasal düzenleme bulunmaması da gelecekte yapılabilecek düzenlemelere temel teşkil edebilecek bu tür çalışmaları önemli hale getirmektedir. Bunun yanı sıra, ulusal literatürdeki çalışmalarda yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin temsil maliyetleri üzerindeki doğrudan etkisini ölçmeye yönelik bir çalışmaya rastlanmamıştır. Yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği üzerine Türkiye'de yapılan çalışmalar incelendiğinde, çoğunlukla şirket yönetim kurulu cinsiyet dağılımı ile

¹ Bu yolsuzlukların temelinde, temsil sorunu olarak da adlandırılan, yöneticiler ile firma sahipleri arasındaki bilgi asimetrisi yatmaktadır. Finansal skandallara adı karışan firmaların yöneticileri, firma hakkında sahip oldukları bilgileri kendi çıkarlarını maksimize etmek için kullanmışlar ve bu amaçla gerçekleştirdikleri usulsüzlükler sonucu firmanın iflasına kadar gidecek büyük mali kayıplara yol açmışlardır.

firma performansı arasındaki ilişki üzerine yoğunlaştığı görülmektedir (Karayel ve Doğan, 2014; Eker ve Kurtaran, 2017; Taşkın ve Evrim Mandacı, 2017; Ataunal ve Aybars, 2018; Doğan, 2018; Yağlı ve Ünlü, 2019; Çalış vd., 2020; Konak ve Özkahveci, 2021; Öcal, 2022). Bunun yanı sıra, yönetim kurulu yapısı ile temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi (Yıkılmaz Erkol ve Korkmaz, 2019)², yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin kurumsal sosyal sorumluluk üzerindeki etkisini (Çolakoğlu, 2018; Yılmaz ve Mohamud, 2021) ve kadın üye sayısının finansal verimlilik üzerindeki etkisini (Sayın ve Aydın İncioğlu, 2022) araştıran çalışmalara da rastlanmaktadır. Ancak, yukarıda da ifade edildiği gibi, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ile temsil maliyetleri ilişkisinin araştırılmadığı görülmektedir. Dolayısıyla bu çalışmanın amacı, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin temsil maliyetleri üzerine olan etkisini ölçerek ulusal literatürde konuyla ilgili boşluğun doldurulmasına katkıda bulunmak, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin işletmeye dair alınacak kararlar açısından önemini tespit etmek ve mevcut durumu ortaya koyarak düzenleyici kuruluşlara ihtiyaç duyulan yasal düzenlemeler hakkında fikir vermektir. Bu amaç doğrultusunda, çalışma kapsamında Borsa İstanbul'a kayıtlı 202 finansal olmayan firmanın 2012-2020 dönemine ait verileri panel veri analiz yöntemiyle analize tabi tutularak, firmaların yönetim kurulunda kadın üye bulunması ile temsil maliyetleri arasındaki ilişki belirlenmeye çalışılmıştır.

Yönetim kurulunda kadın üyelerin varlığının temsil sorunu ve temsil maliyetlerini azaltıp azaltmadığı sorusuna yanıt arayan bu çalışmanın izleyen kısmında, konuya ilişkin ampirik literatür ortaya konularak çalışmada test edilecek hipotezler geliştirilecektir. Ardından, çalışmanın veri seti, hipotezlerin testinde kullanılacak modeller ve araştırma yöntemi hakkında bilgi verilecektir. Bunu takiben, çalışma kapsamında gerçekleştirilen analizlerde elde edilen bulgulara yer verilerek, söz konusu bulguların değerlendirildiği sonuç kısmıyla çalışma tamamlanacaktır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Adams ve Ferreira (2009), 1996-2003 yılları arasında S&P 500, S&P 400 MidCaps ve S&P 600 SmallCap endekslerinde işlem gören firmaları kapsayan çalışmalarında, kadın yöneticilerin firma performansı ve temsil maliyetleri üzerine olan etkisini araştırmışlardır. Yapılan analizler neticesinde, kadın yönetim kurulu üyelerinin erkek meslektaşlarına kıyasla daha fazla izleme ve gözetim rolü üstlendiği dolayısıyla cinsiyet çeşitliliğinin temsil maliyetlerini azaltmada önemli bir araç olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Jurkus, Park ve Woodard (2011), Fortune 500 listesinde yer alan Amerikan firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında, üst düzey yöneticiler arasındaki cinsiyet çeşitliliğini ve bunun temsil maliyetlerine olan etkisini incelemişlerdir. Çalışmadan elde edilen bulgular, artan cinsiyet çeşitliliğinin tüm firmalar için temsil maliyetlerini azaltmadığını ancak daha az rekabetçi pazarlarda yer alan firmalarda temsil maliyetiyle istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki içinde olduğunu göstermiştir.

² Yıkılmaz Erkol ve Korkmaz (2019) tarafından yapılan çalışma her ne kadar yönetim kurulu yapısı ile temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi ele almış olsa da yazarlar yönetim kurulu yapısına ilişkin değişkenler olarak yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız üye sayısı ve CEO ikiliğini kullanmışlar, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğini dikkate almamışlardır.

Wellalage ve Locke (2013), Kolombo Menkul Kıymetler Borsasında 2006-2010 yılları arasında işlem gören 88 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında, kadın yönetim kurulu üyelerinin firma finansal performansı ve temsil maliyetleri üzerindeki etkisini tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmada yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin göstergeleri olarak kadın üye oranı, iki değerli kukla değişken ve Blau endeksi kullanılırken; temsil maliyeti ise büyüme fırsatları oranı ile ölçülmüştür. Çalışma bulguları, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin Sri Lanka'da faaliyetlerini sürdüren firmaların finansal performansını azaltırken temsil maliyetlerini artırdığını ortaya koymuştur.

Liu, Wei ve Xie (2014), 1999–2011 dönemi için Shanghai ve Shenzhen Menkul Kıymetler Borsalarında işlem gören 2000'den fazla firma üzerine yaptıkları araştırmalarında, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Cinsiyet çeşitliliğini ölçmek amacıyla kadın üye oranı ve sayısı kullanılırken; firma performansı ise satışların getirisi (ROS) ve varlıkların getirisi (ROA) ile ölçülmüştür. Kritik kitle teorisi ile tutarlı sonuçların elde edildiği çalışmada, üç veya daha fazla kadın yöneticiye sahip kurulların firma performansını ve değerini önemli ölçüde artırdıkları bunun yanı sıra temsil sorunlarını azalttıkları tespit edilmiştir.

Gyapong, Monem ve Hu (2016), 2008-2011 yılları arasında Güney Afrika'da faaliyetlerini sürdüren 245 firmada kadın ve etnik azınlık yöneticilerin firma değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığını belirlemeye çalışmışlardır. Yazarlar hem yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği hem de etnik çeşitlilik ile firma değeri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler elde ettiklerini ifade etmişlerdir. Ayrıca, yönetim kurulunda üç veya daha fazla kadın yönetici olduğunda firma değerindeki artışın daha fazla olduğuna ve temsil maliyetlerinin azaldığına dair kanıtlar elde edilmiştir.

Garanina ve Kaikova (2016), cinsiyet çeşitliliğinin temsil maliyetlerini azaltma eğiliminde olup olmadığını tespit etmek amacıyla Amerika Birleşik Devletleri, Rusya ve Norveç menşeli 614 anonim şirket üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmada, temsil maliyeti göstergeleri olarak varlık kullanım oranı ve likidite oranı olmak üzere iki farklı değişken kullanmışlardır. Ampirik analizlerden elde edilen sonuçlara göre, ABD ve Norveç'te faaliyetlerini sürdüren firmalarda kadın üye oranının temsil maliyetlerini azalttığı; buna karşın Rusya firmaları açısından temsil maliyetleri üzerinde istatistiksel olarak herhangi bir etkiye sahip olmadığı görülmüştür.

Alluwi ve Sarun (2018), cinsiyet çeşitliliği ve kurumsal yönetim mekanizması varlığının temsil maliyetleri üzerindeki etkisini ele aldıkları çalışmalarında, 2010-2013 yılları arasında Malezya Borsasında işlem gören 150 firma verisinden yararlanmışlardır. Varlık kullanım oranı ve gider oranı ile ölçülen temsil maliyeti çalışmanın bağımlı değişkenini oluştururken; cinsiyet çeşitliliğinin de yer aldığı yedi farklı kurumsal yönetim göstergesi ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Yapılan ampirik analizler neticesinde, cinsiyet çeşitliliği ile varlık kullanım oranı arasında pozitif, gider oranı ile arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Elde edilen bu bulgular, yönetim kurulunda cinsiyet çeşitliliği arttıkça temsil maliyetlerinin azalacağına işaret etmektedir.

Usman vd. (2018), Shenzhen ve Shanghai borsalarına kayıtlı firmaların 2006-2015 yıllarına ait 9.397 firma-yılı gözlem verisini kullandıkları çalışmalarında, firmaların ücret

(mali haklar) komitelerindeki³ cinsiyet çeşitliliğinin üst düzey yönetici ücretlerinin objektif biçimde belirlenmesini sağlayıp sağlamadığını araştırmışlardır. Yazarlar, cinsiyet çeşitliliğine sahip ücret komitelerinin, üst düzey yöneticilerin toplam nakit ücretlerini sınırladığına ve yönetici maaşı ile firma performansı arasındaki bağı güçlendirdiğine dair kanıtlar ortaya koymuşlardır. Ayrıca, kritik sayıda kadın yöneticiye sahip ücret komitelerinin, üst düzey yöneticilere yapılacak toplam ödemeler üzerinde, tek bir kadın yöneticiye sahip komitelere göre daha fazla etkiye sahip oldukları belirlenmiştir.

Jadiyappa vd. (2019), CEO cinsiyetinin firma performansı ve temsil maliyeti üzerinde bir etkisinin olup olmadığını tespit etmek için Prowess veri tabanına kayıtlı 100 Hintli firmanın 1999-2015 yılına ait verilerini kullanmışlardır. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada, kadın CEO'nun varlığı durumunda firma performansının azaldığına buna karşın temsil maliyetlerinin arttığına yönelik bulgular elde edilmiştir.

Ain vd. (2021), cinsiyet çeşitliliğinin Çin borsasına kote olan firmaların temsil maliyetlerini azaltıp azaltmadığını tespit etmeye yönelik gerçekleştirdikleri çalışmalarında, 2004-2017 yıllarına ait 2.500 firma verisinden yararlanmışlardır. Çalışmada, gider oranı ve varlık kullanım oranı temsil maliyetinin göstergeleri olarak kullanılırken; kadın üye oranı iki değerli kukla değişken, Blau ve Shannon endeksleri ise cinsiyet çeşitliliğinin göstergeleri olarak ele alınmıştır. Elde edilen bulgular, kadın üyelerin yönetim kurulunda yer almalarının çıkar çatışmaları ile bağlantılı olarak temsil maliyetlerini azalttığını ortaya koymuştur. Ayrıca kritik bir kadın yönetici kitlesine sahip olan yönetim kurullarının az sayıda kadın üye bulduran yönetim kurullarına kıyasla temsil maliyetlerini azaltmada daha etkili olduğu tespit edilmiştir.

Amin vd. (2022), Pakistan Borsasında 2008-2019 yılları arasında işlem gören 226 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin temsil maliyetleri üzerindeki etkisini çoklu regresyon yöntemiyle incelemişlerdir. Temsil teorisi ve kritik kitle teorisi perspektifinden ele alınan çalışmada temsil maliyeti, varlık kullanım oranı ve gider oranı ile; cinsiyet çeşitliliği ise kadın üye oranı, iki değerli kukla değişken, Blau ve Shannon endeksleri ile ölçülmüştür. Sonuçlar, yönetim kurulunda kadın varlığının temsil maliyetini ve dolayısıyla asil-vekil çatışmasını önemli ölçüde azalttığını göstermektedir. Ayrıca kritik kitle teorisi ile tutarlı olarak, üç veya daha fazla kadın üyeye sahip kurulların daha az sayıda kadın üye bulduran kurullara göre temsil maliyetlerini azaltmada daha güçlü bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Khuong vd. (2022) tarafından yapılan çalışmada, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ile temsil maliyeti ve firma performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. 2015-2019 yılları arasında Vietnam Borsasına kote olan 406 finansal olmayan firmanın verileri Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) ve En Küçük Kareler Yöntemi (EKK) ile analiz edilmiştir. Ampirik analizler sonucunda, cinsiyet çeşitliliği ile firma performansı üzerinde olumsuz bir etkisi olan temsil maliyeti arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir.

³ Ücret (Mali Haklar) Komitesi, bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan ve üst düzey yöneticiler için ücret düzeyini belirleyerek, ödeme oranına karar veren bir komitedir. Komite ayrıca kâr paylaşımı, ikramiye ve hisse senedi gibi yöneticilere tanınacak diğer mali hakların seçiminde de yardımcı olur.

3. HİPOTEZ GELİŞTİRME

Firma yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ile temsil maliyetleri ilişkisi üzerine literatürde gerçekleştirilen çalışmalar incelendiğinde, konunun temsil teorisi, kaynak bağımlılığı teorisi ve kritik kitle teorisi olmak üzere üç farklı bağlamda ele alındığı görülmektedir. Temsil teorisi, yönetim kurullarının yöneticileri izleme ve kontrol etme rolüne sahip olduğunu ifade ederken; kaynak bağımlılığı teorisine göre yönetim kurulları danışma ve kaynak temin etme olmak üzere iki önemli işleve sahiptir (Şahin vd., 2018: 1155). Temsil teorisine göre yönetim kurulundaki çeşitliliğin önemi, izleme ve kontrol etme rolünden kaynaklanmaktadır. Eisenhardt (1989), temsil sorunlarının hem yönetim hem de hissedarların farklı hedefleri olduğunda ortaya çıktığını ve yönetimin faaliyetlerini izlemenin hissedarlar için zor ve maliyetli olduğunu savunmaktadır. Bu maliyetlerin büyüklüğü ise yöneticilerin eylemlerinin ne kadar iyi izlendiği ile sınırlıdır. Fama ve Jensen (1983), söz konusu soruna çözüm olarak daha iyi bir izleme ve kontrol sisteminin oluşturulması yönünde tavsiyelerde bulunmuş ve nispeten fazla üyesi bulunan, daha fazla bağımsız üyeden oluşan ve farklı paydaş gruplarının temsil edildiği ideal yönetim kurullarının, yönetim işlevlerinin kontrol edilmesinde ve çıkar çatışmalarının azaltılmasında belirleyici olacağını öne sürmüşlerdir. Bu noktada, cinsiyet çeşitliliği, etkin yönetim kurullarının önemli özelliklerinden biri olarak kabul edilmekte ve yönetim kurullarında yer alan kadın yöneticilerin erkek meslektaşlarına göre daha bağımsız bir tavır sergileyerek ödün vermeyen bir izleme rolü üstlenmesi, zamanında ve stratejik kararlar vermeye eğilimli olması gibi özelliklere sahip olması nedeniyle cinsiyet çeşitliliğinin temsil maliyetlerini kontrol etmede önemli bir araç olduğu düşünülmektedir (Adams ve Ferreira, 2009: 292; Gull vd., 2018: 256).

İşletmelerin varlıklarını devam ettirebilmek için çevrelerine ihtiyaç duyduğunu öne süren kaynak bağımlılığı teorisine göre ise, yönetim kurullarının önemli bir görevi de firma değerini artırmak amacıyla dış çevre ile bağlantı kurarak işletmelere kaynak bulma konusunda yardımcı olmaktır (Chaudhary, 2021: 44). Firmanın varlığını sürdürebilmesi için dış kaynaklara ihtiyaç duyması, firmanın sürekliliği açısından önemli bir risk unsurudur. Bununla birlikte, firma yönetim kurulunun dış kaynak tedarikçileri ile kuracağı iyi ilişkiler, ihtiyaç duyulan kaynakların teminini kolaylaştıracak ve dolayısıyla firmanın sürekliliğini etkileyecek riskleri azaltacaktır (Ain vd., 2021: 1607). Yapılan araştırmalar, cinsiyet çeşitliliğine sahip yönetim kurullarının, dış kaynak tedarikçileriyle daha iyi ilişkiler kurabildiklerini ve kaynak temini konusundaki güçlükleri çözme konusunda daha başarılı olduklarını göstermektedir (Huse ve Grethe Solberg, 2005: 124; Hillman vd., 2007: 944). Sonuç olarak, yönetim kurulu kompozisyonu ne kadar çok çeşitlenirse firmaya o kadar farklı ve çok sayıda değerli kaynak sağlayarak daha iyi firma bir değerine yol açtığı ifade edilmektedir (Şahin vd., 2018: 1155). Ayrıca, cinsiyet çeşitliliğine sahip bir yönetim kurulu, stratejik karar almada bilişsel yapıları gereği farklı bakış açılarına sahip kadın ve erkek üyeleri bünyesinde barındıracağından, daha iyi bir danışmanlık işlevi sağlamanın yanı sıra kadın haklarını destekleyen görüntüsüyle toplumun gözünde firmanın meşruiyetini güçlendirecektir (Hillman vd., 2007: 943). Özetle, kaynak bağımlılığı teorisi, yönetim kurullarındaki cinsiyet çeşitliliğinin firma açısından birtakım maliyetleri azaltıcı yönde faydalar sağladığına vurgu yapmaktadır.

Literatürde yer alan yukarıdaki tartışmalar ışığında çalışmanın ilk hipotezi aşağıdaki gibi kurulmuştur:

H1: Firma yönetim kurulunda kadın üyelerin bulunması temsil maliyetlerini azaltacaktır.

Yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ile temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi farklı bir perspektiften ele alan kritik kitle teorisi, kadın mevcudiyetinin bir grup içinde belirli bir sayıya ulaşmadığı müddetçe, kadının sembolik bir unsur olarak görülerek ayrımcılığa maruz bırakıldığını ve grup kararlarında etkisiz kılındığını ifade etmektedir (Yang vd., 2019: 3453). Kritik kitle teorisine göre, kurulda her bir cinsiyetten en az %35 oranında üye bulunması gerekmektedir (Schwartz-Ziv, 2017: 766). Buna göre, yönetim kurulunda 3 kadın yönetici bulunması durumunda (ki bu ortalama kurul büyüklüğü çerçevesinde takriben %35’lik bir orana tekabül etmektedir), kritik kütleye ulaşılmış olacak ve böylece kurulda cinsiyet çeşitliliği sağlanarak performans artacaktır. Kritik sayıya ulaşıldığında, kadın yöneticiler kurul kararlarının kapsamı ve alınma süreçleri üzerinde çok daha büyük bir etkiye sahip olacaklardır. Literatürde yapılan çalışmalar da cinsiyet çeşitliliğine sahip kurulların performansının diğerlerine kıyasla daha yüksek olduğunu destekler nitelikte bulgular ortaya koymaktadır. Çalışmanın literatür taraması kısmında da değinildiği üzere, Liu vd. (2014), Gyapong vd. (2016) ve Ain, vd. (2021), yönetim kurulunda kritik sayıda kadın üye bulunmasının firma performansını ve değerini artırarak temsil maliyetlerini düşürdüğünü belirtmişlerdir.

Kadın yöneticilerin yönetim kurulunda kritik kitle kazandıklarında, yönetim kurulu kararlarında daha etkili oldukları ve bu sayede hissedarların çıkarlarını koruma, yönetici-paydaş çatışmasını en aza indirme ve dolayısıyla temsil maliyetlerini düşürme olanağına kavuştukları yönünde literatürde ortaya konulan bulgular çerçevesinde, çalışmanın ikinci hipotezi aşağıdaki gibi kurulmuştur:

H2: Firma yönetim kurulunda kritik sayıda kadın üye bulunması sembolik katılıma oranla temsil maliyetlerini daha fazla azaltacaktır.

Çalışmanın takip eden kısmında, hipotezlerin test edilmesinde kullanılacak veriler, modeller ve analiz yöntemi hakkında bilgiler verilecektir.

4. METODOLOJİ

Bu bölümde çalışmanın amacı doğrultusunda kullanılan veri seti, değişkenler ve araştırma yöntemine ilişkin bilgilere yer verilmiştir.

4.1. Veri Seti, Model ve Değişkenler

Çalışmada, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin temsil maliyetleri üzerine olan etkisini panel veri analizi yöntemi ile tespit etmek amaçlanmıştır. Bu amaç kapsamında, 2012-2020 yılları arasında Borsa İstanbul’da pay senetleri işlem gören toplam 202 finansal olmayan firma verisinden yararlanılmıştır. Yıllık verilerin kullanıldığı çalışmada, mali kuruluşlar ve ilgili dönemde verisine ulaşamayan firmalar kapsam dışı tutulmuştur. Çalışmada kullanılan veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu resmî web sayfasından, Finnet veri tabanından ve analiz kapsamında yer alan firmaların faaliyet raporlarından elde edilmiştir.

Çalışmada iki adet bağımlı değişken, dört adet bağımsız değişken ve bağımlı değişkenler üzerinde etkisi olduğu düşünülen yedi adet kontrol değişkeni kullanılmıştır.

Araştırma modelinde bağımlı değişken olarak kullanılan temsil maliyeti; faaliyet gider oranı ve varlık kullanım oranı değişkenleri ile ölçülmüştür. Faaliyet giderleri, yöneticilere ödenen ikramiye ve teşviklerin yanı sıra firma esas faaliyetlerinin yerine getirilmesi amacıyla katlanılan tüm giderleri içermektedir. Faaliyet gider oranı ise, firma yönetiminin isteğe bağlı harcamaları ne kadar etkin bir şekilde kontrol ettiğinin göstergesidir (Hijazi, 2011: 224). Dolayısıyla işletme kaynaklarının faaliyet giderleri (yönetici ücreti, pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, genel yönetim giderleri, reklam ve ar-ge giderleri vb.) gibi yöneticinin inisiyatifinde olan ve nakit akışı yaratmayan kaynaklara aktarılması çıkar grupları arasında oluşacak temsil maliyetlerinin artmasına neden olabilecektir.

Varlık kullanım oranı, temsil maliyetlerini azaltmak ve firma değerini artırmak amacıyla sahip olunan varlıkların yönetim tarafından ne denli etkin kullanıldığını gösteren bir verimlilik oranıdır. Yüksek bir varlık kullanım oranı, belirli bir varlık düzeyi için büyük miktarda satış yapıldığı anlamına gelirken; düşük bir varlık kullanım oranı ise varlıkların yöneticiler tarafından nakit akışı oluşturmaya faaliyetlerde kullanıldığını ve firmaların zayıf yatırım kararları ile yönetildiğini göstermektedir. Dolayısıyla yüksek bir varlık kullanım oranının çıkar grupları arasındaki temsil maliyetlerini azaltması beklenmektedir.

Çalışmanın temel bağımsız değişkeni konumunda olan cinsiyet çeşitliliği ise; yönetim kurulundaki kadın üye oranı ve kadın üye sayısı değişkenleri kullanılarak ölçülmüştür. Kadın üye oranı (KÜO) kadın üyelerin toplam yönetim kurulu sayısı içindeki payı olarak ölçülürken; kadın üye sayısı ise üç farklı kukla değişken (KS1, KS2, KS3) kullanılarak ölçülmüştür.⁴

Ayrıca, temsil maliyetleri üzerinde etkisi olabileceği beklentisiyle yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız üye oranı, piyasa değeri/defter değeri, Tobin's Q, finansal kaldıraç, firma büyüklüğü ve firma yaşı değişkenleri kontrol değişkenleri olarak araştırma modeline dahil edilmiştir.

Araştırma kapsamında kullanılan değişkenler doğrultusunda yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ile temsil maliyeti arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla oluşturulan panel veri modelleri aşağıdaki gibidir.

$$FGO_{it} = \beta_0 + \beta_1 KÜO_{it} + \beta_2 YKB_{it} + \beta_3 BÜO_{it} + \beta_4 PD/DD_{it} + \beta_5 FKAL_{it} + \beta_6 LSAT_{it} + \beta_7 FYAS_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$VKO_{it} = \beta_0 + \beta_1 KÜO_{it} + \beta_2 YKB_{it} + \beta_3 BÜO_{it} + \beta_4 PD/DD_{it} + \beta_5 FKAL_{it} + \beta_6 LSAT_{it} + \beta_7 FYAS_{it} + u_{it} \quad (2)$$

$$FGO_{it} = \beta_0 + \beta_1 KS1_{it} + \beta_2 KS2_{it} + \beta_3 KS3_{it} + \beta_4 YKB_{it} + \beta_5 BÜO_{it} + \beta_6 PD/DD_{it} + \beta_7 FKAL_{it} + \beta_8 LSAT_{it} +$$

$$\beta_9 FYAS_{it} + u_i \quad (3)$$

⁴ KÜO (Kadın Üye Oranı), yönetim kurulundaki kadın üye sayısı/yönetim kurulundaki toplam üye sayısı biçiminde hesaplanmıştır. KS1 (Kadın Üye Sayısı 1), yönetim kurulunda yalnızca bir kadın üye varsa 1 aksi halde 0 değerini almaktadır. KS2 (Kadın Üye Sayısı 2), yönetim kurulunda iki kadın üye varsa 1, aksi halde 0 değerini almaktadır. KS3 (Kadın Üye Sayısı 3), yönetim kurulunda üç ve daha fazla kadın üye varsa 1, aksi halde 0 değerini almaktadır.

$$VKO_{it} = \beta_0 + \beta_1 KS1_{it} + \beta_2 KS2_{it} + \beta_3 KS3_{it} + \beta_4 YKB_{it} + \beta_5 BÜO_{it} + \beta_6 PD/DD_{it} + \beta_7 FKAL_{it} + \beta_8 LSAT_{it} + \beta_9 FYAS_{it} + u_{it} \quad (4)$$

Eşitliklerde yer alan $i=1,2,3,\dots,202$ araştırma kapsamında kullanılan firmaları, $T=1,2,3,\dots,9$ zaman boyutunu, u ise panel hata terimini ifade etmektedir.

4.2. Araştırma Yöntemi

Borsa İstanbul'a kote olan toplam 202 firmanın yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin temsil maliyetleri üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla Eviews 10 ve Stata 15 paket programları kullanılarak panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Panel veri analizi yöntemlerinde doğru ve tutarlı sonuçların elde edilebilmesi ve sahte regresyon (spurious regression) sorununun ortaya çıkmaması için çoklu doğrusal bağlantı, yatay kesit bağımlılığı, durağanlık, uygun model seçimi, otokorelasyon ve değişen varyans gibi temel birtakım varsayımların sınanması gerekmektedir. Ancak yatay kesit ve zaman boyutundan oluşan panel verilerin mikro ve makro olmak üzere iki farklı özelliğe sahip olması ekonometrik işlemlerde farklı uygulamaların kullanılmasını gerekli kılmaktadır. Baltagi (2013)'e göre mikro paneller uzun yatay kesit ve kısa zaman boyutuna sahip iken; makro paneller ise uzun zaman boyutuna sahip paneller olarak kabul görmektedirler. Mikro panellerde zaman (T) boyutunun kesit (N) boyutuna göre kısa olması, serilerin durağanlığı koşulunun sağlanması zorunluluğunu gerektirmez iken; makro panellerde zaman boyutunun uzun olmasından dolayı serilerde durağanlık varsayımının sağlanmaması tutarsız tahmin sonuçlarının ortaya çıkmasına neden olabilmektedir (Baltagi, 2013: 1). Dolayısıyla bu çalışma kapsamında kullanılan veri setinin yatay kesit boyutunun 202, zaman boyutunun 9 olduğu göz önünde bulundurularak izleyen aşamalarda mikro panel veri varsayımı altında seriler için durağanlık varsayımı göz ardı edilmiştir.

Bu bağlamda çalışmada, öncelikle bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı varsayımı Spearman korelasyon analizi ve Varyans Artış Faktörü (VIF) değerleri ile sınanmıştır. Daha sonra uygun model seçimi ve birim ve/veya zaman etkilerinin olup olmadığını tespit etmek amacıyla F testi, Breusch-Pagan LM (1980) ve Hausman (1978) spesifikasyon testleri yapılmıştır. Uygun tahmin modeli belirlendikten sonra birimlere göre değişen varyans (heteroskedasite) varsayımı Wald testi, hata terimleri açısından otokorelasyon varsayımı Baltagi ve Wu (1999)'nun Yerel En İyi Değişmezler Testi ve Bhargava vd. (1982)'nin Durbin-Watson testleri, birimler arası korelasyon ise Pesaran CD testi ile sınanmıştır. Son olarak söz konusu varsayımlar altında Driscoll-Kraay Tahmin Edicisi ile parametre tahminleri gerçekleştirilmiştir.

5. BULGULAR

Yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ve temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla gerçekleştirilen analizler ve elde edilen bulgular bu bölümde sunulmaktadır.

Bu kapsamda çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistiklere Ek 1'de yer verilmiştir. Ek 1'de yer alan tanımlayıcı istatistik sonuçlarına göre, temsil maliyetinin göstergesi olarak kullanılan FGO değişkeninin ortalama değerinin 0.132 olduğu

tespit edilmiştir. Bu değer analiz kapsamında yer alan firmaların faaliyet giderlerinin yıllık satışların yaklaşık %13'ü kadar olduğu anlamına gelmektedir. Yıllık satışların toplam varlıklar içerisindeki payının göstergesi olan VKO değişkeninin ortalama değeri ise 0.961 olarak belirlenmiştir. Yönetim kurulundaki kadın üye oranının ortalama olarak 0.138 olduğu görülmektedir. Ayrıca kadın üye oranının en az %0 ve en fazla %66 olması bazı firmaların yönetim kurullarında kadın üye bulunmadığına işaret etmektedir.⁵ KS1, KS2, KS3 değişkenlerinin sırasıyla ortalama değerleri 0.333, 0.184 ve 0.070'dir. Bu da örnekleme dahil edilen firma yönetim kurullarının ortalama %33'ünde bir kadın üye, %18'inde iki kadın üye ve %7'sinde en az üç kadın üye olduğunu göstermektedir. Ek 1'de yer alan sonuçlara göre firmaların yönetim kurulu üye sayısının 3 ile 15 arasında olduğu ve bu üyelerin ortalama %30'unun bağımsız olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, firmaların PD/DD değişkeni ortalama 2.609, FKAL değişkeni ortalama 0.536, LSAT değişkeni ortalama 8.539 ve FYAS değişkeni ortalama 37.575 değere sahiptir.

Panel veri analizlerinde sapmasız tahminler elde edilebilmesi için temel varsayımlarından biri çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmamasıdır. Bu nedenle, çalışma kapsamında oluşturulan modellerde çoklu doğrusal bağlantı probleminin saptanması için korelasyon matrisi ile Varyans Artış Faktörü (VIF) ölçütlerinden yararlanılmış ve sonuçlar Ek 2'de verilmiştir. Bağımsız değişkenler arasında korelasyon katsayısının 0.75'ten büyük, VIF değerlerinin ise 10'un üzerinde olması çoklu doğrusal probleminin varlığına işaret etmektedir (Baum ve Christopher, 2006: 85). Ek 2'de yer alan sonuçlar incelendiğinde, tüm bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının 0.75'ten küçük ve VIF değerlerinin 10'un altında olması çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmadığına işaret etmektedir.

Değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon analizi sonuçlarından sonra yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ile temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla kurulan modeller için hangi panel veri regresyon modelinin kullanılması gerektiği test edilmiştir. Bu doğrultuda, hangi modelin uygulanacağı F testi, Breusch-Pagan LM testi ve Hausman testi ile belirlenmiştir. Test sonuçları Ek 3'te verilmiştir. Ek 3'te yer alan F testi sonuçlarına göre, tüm modellerde F testi olasılık değerinin 0.05'ten küçük olduğu ve dolayısıyla havuzlanmış modele karşı sabit etkiler modelinin uygun olduğu görülmektedir. Havuzlanmış model ve rassal etkiler modeli arasında karar vermek amacıyla gerçekleştirilen Breusch-Pagan LM testi olasılık değerlerinin ($0.000 < 0.005$) tüm modellerde 0.05'ten küçük olduğu ve bu sonuca göre, tüm modeller için rassal etkiler modelinin uygun olduğu görülmektedir. Son olarak, tahminciler arasında seçim yapma imkânı sağlayan Hausman testi sonuçlarına göre ise, tüm olasılık değerleri ($0.000 < 0.005$) 0.05'ten küçük olduğu ve tüm modeller için sabit etkiler modelinin geçerli olduğu görülmektedir.

Ayrıca, çalışmada değişen varyans problemi için Wald testi, otokorelasyon sorunu için Durbin-Watson ve Baltagi Wu'nun Yerel En İyi Değişmez testi ve birimler arası korelasyon sorunu için ise Pesaran CD testi uygulanmıştır. Ek 4'te görüleceği üzere, Wald testi olasılık

⁵ SPK'nın 2012 yılında yayımladığı IV Seri No:57 sayılı "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" de zorunlu uygulamayı gerektirmemekle SPK'nın 2012 yılında yayımladığı IV Seri No:57 sayılı "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" de zorunlu uygulamayı gerektirmemekle birlikte "Yönetim kurulunda en az bir kadın üye bulunur" ilkesi getirilmiştir. Söz konusu ilke "Uygula Uygulamıyorsan Açıkla" prensibi gereğince tavsiye niteliğindedir.

değerleri 0.05'ten küçük olduğu için birimlere göre değişen varyans (heteroskedasite) problemi olduğu söylenebilir. Durbin-Watson ve Baltagi-Wu testi istatistik değerlerinin 2'den küçük olması, sabit etkiler modelinde otokorelasyon olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca Pesaran CD test sonuçlarına göre, panelde birimler arası korelasyon olduğu görülmektedir. Elde edilen bu sonuçlar doğrultusunda, temsil maliyeti ve yönetim kurulu cinsiyeti çeşitliliği arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla kurulan modellerde değişen varyans ve otokorelasyon sorunları Driscoll-Kraay dirençli tahmincisi ile düzeltilerek tahminler gerçekleştirilmiştir.

Tablo 1'de Model I ve Model II tahmin sonuçları, Tablo 2'de ise Model III ve Model IV tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 1. Tahmin Sonuçları I

Değişkenler	Bağımlı Değişken: FGO Gözlem sayısı:1818 Tahminci: Driscoll-Kraay Yöntem: Sabit Etkiler				Bağımlı Değişken: VKO Gözlem sayısı:1818 Tahminci: Driscoll-Kraay Yöntem: Sabit Etkiler			
	Katsayılar	Standart Sapma	t	P> t	Katsayılar	Standart Sapma	t	P> t
KÜO	-0.0174	0.0075	-2.30	0.050**	0.0991	0.0538	2.445	0.015***
YKB	0.0021	0.0007	2.71	0.027**	-0.0159	0.0044	-3.62	0.007***
BÜO	0.0055	0.0076	0.73	0.486	-0.0632	0.0479	-1.32	0.223
PD/DD	-0.0004	0.0001	-3.00	0.017**	0.0008	0.0014	0.60	0.564
FKAL	0.0126	0.0062	2.03	0.077*	-0.2042	0.0534	-3.82	0.005***
LSAT	-0.14251	0.0055	-26.18	0.000***	0.7859	0.0333	23.56	0.000***
FYAS	0.0067	0.0006	10.79	0.000***	-0.0569	0.0036	-15.74	0.000***
C(Sabit)	1.1054	0.0422	26.19	0.000***	-3.3858	0.3032	-11.17	0.000***
R²= 0.2331				R²= 0.2346				
F İstatistiği= 2593.52				F İstatistiği= 3349.04				
Prob (F İst.) = 0.0000				Prob (F İst.) = 0.0000				
Not 1: Tabloda; Faaliyet gider oranı (FGO), Varlık kullanım oranı (VKO), Kadın üye oranı (KÜO), Yönetim kurulu büyüklüğü (YKB), Bağımsız üye oranı (BÜO), Piyasa değeri defter değeri oranı (PD/DD), Finansal kaldıraç (FKAL), Büyüme fırsatları (LSAT), Firma yaşı (FYAS) ile gösterilmektedir.								
Not 2: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10'da anlamlılığı temsil etmektedir.								

Faaliyet gider oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı Model I sonuçları incelendiğinde, modelin %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu ve modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkende meydana gelen değişimlerin %23'ünü açıkladığı tespit edilmiştir. Tablo 1'deki sonuçlara göre, FGO değişkeni ile KÜO değişkeni arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu; KÜO değişkeninde meydana gelen bir birimlik artışın FGO değişkeninde 0.0174 birimlik düşüşe neden olduğu tespit edilmiştir. Buna göre, araştırma kapsamında yer alan firmaların yönetim kurullarında kadın üye oranı arttıkça, faaliyet giderlerinin toplam varlıklar içindeki payında bir azalma olduğu görülmektedir. Model II sonuçları ele alındığında, F istatistik olasılık değerine göre (Prob=0.000) modelin bir bütün olarak anlamlı bir model olduğu ve bağımlı değişkende meydana gelen %23'lük değişimin bağımsız değişkenler tarafından açıklandığı tespit edilmiştir. Model II için gerçekleştirilen panel veri analizi sonuçları incelendiğinde, VKO değişkeni ile KÜO değişkeni arasında

pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu doğrultuda, KÜO değişkenindeki bir birimlik artış VKO değişkeninde 0.0991 birimlik bir artışa neden olmaktadır. H₁ hipotezini destekleyen bu sonuçlar, cinsiyet çeşitliliğinin faaliyet gider oranı ile negatif; varlık kullanım oranı ile pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir.

Tablo 2. Tahmin Sonuçları II

Değişkenler	Bağımlı Değişken: FGO Gözlem sayısı:1818 Tahminci: Driscoll-Kraay Yöntem: Sabit Etkiler				Bağımlı Değişken: VKO Gözlem sayısı:1818 Tahminci: Driscoll-Kraay Yöntem: Sabit Etkiler			
	Katsayılar	Standart Sapma	t	P> t	Katsayılar	Standart Sapma	t	P> t
KS1	-0.0035	0.0027	-1.28	0.236	0.0187	0.0122	1.53	0.165
KS2	-0.0019	0.0033	-0.58	0.575	0.0399	0.0259	1.54	0.162
KS3	-0.0116	0.0014	-7.79	0.000***	0.0680	0.0148	4.60	0.002***
YKB	0.0016	0.0007	2.18	0.060*	-0.0186	0.0044	-4.15	0.003***
BÜO	0.0042	0.0082	0.52	0.616	-0.0649	0.0483	-1.34	0.216
PD/DD	-0.0004	0.0001	-3.10	0.015**	0.0008	0.0014	0.62	0.550
FKAL	0.01352	0.0060	2.24	0.055*	-0.2038	0.0531	-3.83	0.005***
LSAT	-0.1427	0.0055	-25.62	0.000***	0.7852	0.0325	24.10	0.000***
FYAS	0.0068	0.0005	11.47	0.000***	-0.0572	0.0034	-16.44	0.000***
C(Sabit)	1.0994	0.0433	25.41	0.000***	-3.3537	0.2937	-11.42	0.000***
R²= 0.2354				R²= 0.2355				
F İstatistiği= 11438.81				F İstatistiği= 16637.65				
Prob (F İst.) = 0.0000				Prob (F İst.) = 0.0000				
Not 1: Tabloda; Faaliyet gider oranı (FGO), Varlık kullanım oranı (VKO), Yönetim kurulunda en az 1 kadın üye varlığı (KS1), Yönetim kurulunda 2 kadın üye varlığı (KS2), Yönetim kurulunda 3 ve daha fazla kadın üye varlığı (KS3), Yönetim kurulu büyüklüğü (YKB), Bağımsız üye oranı (BÜO), Piyasa değeri defter değeri oranı (PD/DD), Finansal kaldıraç (FKAL), Büyüme fırsatları (LSAT), Firma yaşı (FYAS) ile gösterilmektedir.								
Not 2: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10'da anlamlılığı temsil etmektedir.								

Tablo 2'de yer alan ve modelin anlamlılığını ifade eden F istatistik olasılık değerine göre Model III, %1 önem düzeyinde anlamlıdır ve modelde bulunan bağımsız değişkenler FGO bağımlı değişkeninde meydana gelen değişimlerin %23'ünü açıklama gücüne sahiptir. Model III için gerçekleştirilen panel veri tahmin sonuçları ele alındığında, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin göstergeleri olarak kullanılan KS1 ve KS2 değişkenleri ile FGO değişkeni arasında negatif yönlü ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, yönetim kurulu bünyesinde bir veya iki kadın üyenin olması analiz kapsamında yer alan firmaların temsil maliyetleri üzerinde herhangi bir etki yaratmamaktadır. Ancak, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin diğer bir göstergesi olan KS3 değişkenin katsayısının negatif (-0.0116) ve olasılık değerinin (p=0.000) anlamlı olması, yönetim kurullarında kadın üye sayısının üç veya daha fazla olması durumunda temsil maliyetlerinin azalacağına işaret etmektedir.

Model IV tahmin sonuçlarına göre, model bir bütün olarak istatistiksel olarak anlamlıdır (Prob>F= 0.0000) ve modelde yer alan bağımsız değişkenler VKO bağımlı değişkeninde meydana gelen değişimlerin %23'ünü açıklama gücüne sahiptir (R²= 0.2376).

Tablo 2 incelendiğinde, KS1, KS2 ve KS3 değişkenleri ile VKO değişkeni arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ancak, bu pozitif ilişkinin KS1 ve KS2 değişkenleri açısından istatistiksel olarak anlamsız olduğu; KS3 değişkeni açısından ise %1 düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Model III sonuçları ile paralellik gösteren bu bulgular, yönetim kurulunda ikiden az kadın yönetici olması durumunda sonuçların anlamsız olduğunu; buna karşın en büyük etkinin yönetim kurulunda üç veya daha fazla kadın yönetici olduğunda ortaya çıktığını göstermektedir. Genel olarak Model III ve Model IV kapsamında elde edilen ampirik bulgular, H₂ hipotezinin desteklendiğine ve kritik kitle teorisinin örnekleme yer alan firmalar açısından geçerli olduğuna işaret etmektedir.

Ayrıca, temsil maliyetleri üzerinde etkisi olacağı düşünülen ve araştırma kapsamında kullanılan tüm modellere kontrol değişkeni olarak dahil edilen YKB, FKAL ve FYAS değişkenleri ile temsil maliyetleri arasında pozitif; buna karşın PD/DD ve LSAT değişkenleri ile temsil maliyetleri arasında ise negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkilerin olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgulara göre, yönetim kurulu üye sayısı, kaldıraç oranı ve firma yaşı arttıkça temsil maliyetlerinde artış; firma performansı ve büyüklüğü arttıkça temsil maliyetlerinde azalış meydana gelmektedir.

6. SONUÇ

Bu çalışmada pay senetleri 2012-2020 yılları arasında işlem gören 202 finansal olmayan firmanın yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin temsil maliyetleri üzerine olan etkisi araştırılmıştır. Bu kapsamda çalışmada bağımlı değişken konumunda olan temsil maliyetleri literatürde sıklıkla kullanılan faaliyet gider oranı ve varlık kullanım oranı ile ölçülürken; çalışmanın temel bağımsız değişkeni olan yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ise, yönetim kurulu kadın üye sayısı ve kadın üye oranı kullanılarak ölçülmüştür.

Yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ile temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik gerçekleştirilen panel veri analizi sonuçlarına göre, FGO değişkeni ile KÜO değişkeni arasında negatif; VKO değişkeni ile KÜO arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Literatürde yer alan çalışma bulguları (Adams ve Ferreira, 2009; Liu vd., 2014; Garanina ve Kaikova, 2016; Alluwi ve Sarun, 2018; Ain vd., 2021) ile tutarlılık gösteren bu sonuçlar, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin temsil maliyetleri üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Temsil teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisini destekler nitelikte olan Model I ve Model II sonuçları, yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin etkin izleme ve kontrol kabiliyetine sahip olmalarının, stratejik yönelimlerinin ve hissedar çıkarlarını koruma eğilimlerinin yönetim kurulu bağımsızlığını artıracakı böylece yönetim ve çıkar grupları arasında oluşacak temsil maliyetlerini azaltacağı şeklinde yorumlanmıştır. Nitekim Li vd. (2015), bağımsız bir yönetim kurulunun, üst yönetimi izleyerek ve yöneticilere kurumsal stratejiyi tasarlama ve uygulama konusunda tavsiyelerde bulunarak hissedarların çıkarlarını koruyabileceğini ve firma değerini artırdığını ifade etmiştir.

Kritik kitle teorisine dayanan H₂ hipotezinin test edildiği Model III ve Model IV sonuçlarına göre, yönetim kurulunda yalnızca bir veya iki kadın üye varlığının temsil maliyetleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratmadığı belirlenmiştir. Buna karşın yönetim kurulunda üç veya daha fazla kadın üye varlığının temsil maliyetlerini önemli ölçüde azalttığı tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle, yönetim kurullarında kadın üyelerin

yalnızca “sembolik” bir temsilci olmadığı, üç ve daha fazla sayıda kadın yöneticiye sahip kurulların, kadın üyelerin sayıca az olduğu yönetim kurullarına kıyasla temsil maliyetini düşürmede daha güçlü bir etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Kritik kitle teorisini destekler nitelikte olan bulgulara göre, analiz kapsamında yer alan firmaların yönetim kurullarında kritik kitleye ulaşan kadın üyeler alınan kararlarda daha etkili olabilmekte, hissedar çıkarlarını koruyarak asil-vekil çatışmalarını azaltabilmekte ve böylece temsil maliyetlerinin düşmesine yardımcı olabilmektedirler. Nitekim, Kristie (2011); Liu vd. (2014); Gyapong vd. (2016); Ain vd. (2021); Amin vd. (2022) tarafından yapılan çalışmalarda en büyük etkinin yönetim kurulunda üç veya daha fazla kadın yönetici olması durumunda ortaya çıktığı tespit edilmiştir.

Elde edilen bulgular genel olarak değerlendirildiğinde, cinsiyet çeşitliliğine sahip kurulların yönetici, hissedar ve borç verenlerin çıkarlarının uyumlaştırılması üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Sonuçlar ayrıca, daha iyi bir izleme yeteneğine sahip olduğu düşünülen kadın yönetim kurulu üyelerinin bilgi asimetrisini ve yöneticilerin fırsatçı davranışlarını azaltarak temsil maliyetlerinin düşmesinde önemli bir rol oynadıklarını göstermektedir.

Çalışma sonuçları, temsil sorununun çözümünde ve temsil maliyetlerinin azaltılmasında firma yönetim kurulundaki cinsiyet çeşitliliği ve kadın üye sayısının önemli bir etken olduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla çalışmanın sonuçları, diğer ülkelerdeki uygulamalarla benzer şekilde, Türkiye’de de firmaların yönetim kurullarında belirli oranda kadın üye bulundurma zorunluluğu getiren yasal düzenlemeler yapılmasının gerekliliğine işaret etmektedir. Böylece firma yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği; hissedarlar, borç verenler ve diğer paydaşların korunmasında etkili bir araç olarak kullanılabilir. Bunun yanı sıra, firma yönetim kuruluna yeter sayıda kadın üyenin katılımının zorunlu kılınması, firmalarda kurumsal yönetim mekanizmalarının hayata geçirilmesine yardımcı olacaktır. Yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde ise çalışma sonuçları, alınacak yatırım kararlarında firma yönetim kurulu cinsiyet kompozisyonunun bir değerlendirme ölçütü olarak kullanılabilirliğini göstermektedir. Gelecekteki çalışmalarda farklı sektörler ve kadın yöneticilerin farklı özellikleri (eğitim durumu, etnik köken, yaş vb.) dikkate alınarak konunun incelenmesinin literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

- Adams, R. B. - Ferreira, D. (2009), “Women in The Boardroom and Their Impact on Governance and Performance”, *Journal of Financial Economics*, 94, 2, pp. 291–309.
- Ain, Q. U. - Yuan, X. - Javaid, H. M. - Usman, M. - Haris, M. (2021), “Female Directors and Agency Costs: Evidence from Chinese Listed Firms”, *International Journal of Emerging Markets*, 16, 8, pp. 1604–1633.
- Alluwi, F. - Sarun, A. (2018), “Female Directors, Mechanisms for Corporate Governance and Agency Cost”, *International Business Education Journal*, 11, 1, pp. 1–15.
- Amin, A. - Rehman, R. U. - Ali, R. - Ntim, C. G. (2022), “Does Gender Diversity on The Board Reduce Agency Cost? Evidence from Pakistan”, *Gender in Management: An International Journal*, 37, 2, pp.164-181.

- Ataünal, L. - Aybars, A. (2018), “Yönetim Kurullarındaki Cinsiyet Çeşitliliği ile Çeşitliliğin Finansal Performans Etkisi: Gelişmekte Olan Piyasa Örneği”, *Maliye ve Finans Yazıları*, 1, 109, ss. 71-90.
- Baker, H. K. - Powell, G. E. (2005), *Understanding Financial Management : A Practical Guide*, 1st Edition, Blackwell Publishing, USA.
- Baltagi, B. H. (2013), *Econometric Analysis of Panel Data*, 5th Edition, West Sussex: John Wiley & Sons Press, Chichester.
- Baltagi, B. H. - Wu, P.X. (1999), “Unequally Spaced Panel Data Regressions with AR(1) Disturbances”, *Econometric Theory*, 15, pp. 814–823.
- Baum, C. F. - Christopher, F. (2006), *An Introduction to Modern Econometrics Using Stata*, 1st Edition, Stata Press, USA.
- Baykara, S. - Baykara, B. (2021), “The Impact of Agency Costs on Firm Performance: An Analysis on BIST SME Firms”, *Press Academia Procedia*, 14, 1, pp. 28-32.
- Bhargava, A. - Franzini, L. - Narendranathan, W. (1982), “Serial Correlation and The Fixed Effects Model”, *The Review of Economic Studies*, 49, 4, pp. 533–549.
- Breusch, T. - Pagan, A. (1980), “The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics”, *Review of Economic Studies*, 47, 1, pp. 239-253.
- Canarella, G. - Miller, S.M. (2022), “Firm Size, Corporate Debt, R&D Activity, and Agency Costs: Exploring Dynamic and Non-Linear Effects”, *The Journal of Economic Asymmetries*, 25, 2022, pp. 1-18.
- Chaudhary, P. (2021), “Agency Costs, Board Structure and Institutional Investors: Case of India”, *Asian Journal of Accounting Research*, 7, 1, pp. 44-58.
- Çalış, Y. E. - Şahin, B. Ş. - Gürel, C. A. - Ayrancı, B. (2020), “Yönetim Kurulu Cinsiyet Çeşitliliğinin İşletmelerin Finansal Performansına Etkisi: BIST Holdingler ve Yatırım İşletmeleri”, *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 5, 2, ss. 359-368.
- Çolakoğlu, N. (2018), *Yönetim Kurulu Cinsiyet Çeşitliliğinin Kurumsal Sosyal Sorumluluk Faaliyetleri Üzerine Etkisi: Türkiye 500 Araştırması*, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi, Bursa.
- Dinçergök, B. – Yıldız, A. (2022), “Temsilcilik Maliyetleri Bağlamında Kaldıraç, Sahiplik Yoğunlaşması ve Etkinlik İlişkisi: BIST Kimya, İlaç, Petrol, Lastik ve Plastik Ürünler Sektöründe Bir Uygulama”, *BMIJ*, 10, 2, ss. 530-554.
- Doğan, M. (2018), “Kadın yönetim Kurulu Üye Sayısının Finansal Performans Üzerinde Etkisi: Literatür Taraması”, *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 1, 2, ss. 132-141.

- Eagly, A. H. - Johannesen-Schmidt, M. C. (2001), “The Leadership Styles of Women and Men”, *Journal of Social Issues*, 57, 4, pp. 781-797.
- Eisenhardt, K. M. (1989), “Agency Theory: An Assessment and Review”, *Academy of Management Review*, 14, 1, pp. 57-74.
- Eker, D. - Kurtaran, A. (2017), “Bankaların Yönetim Kurullarındaki Cinsiyet Çeşitliliği ve Finansal Performans İlişkisi”, *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, 6, 12, ss. 64-72.
- Faccio, M. - Marchica, M. T. - Mura, R. (2016), “CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and The Efficiency of Capital Allocation”, *Journal of Corporate Finance*, 39, pp. 193-209.
- Fama, E. F. - Jensen, M. C. (1983), “Agency Problems and Residual Claims”, *The Journal of Law and Economics*, 26, 2, pp.327-349.
- Garanina, T. - Kaikova, E. (2016), “Corporate Governance Mechanisms and Agency Costs: Cross-Country Analysis”, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16, 2, pp. 347-360.
- Gull, A. A. - Nekhili, M. - Nagati, H. - Chtioui, T. (2018), “Beyond Gender Diversity: How Specific Attributes of Female Directors Affect Earnings Management”, *The British Accounting Review*, 50, 3, pp. 255-274.
- Gyapong, E. - Monem, R. M. - Hu, F. (2016), “Do Women and Ethnic Minority Directors Influence Firm Value? Evidence from Post-Apartheid South Africa”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 43, 3, pp. 370-413.
- Hausman, J. (1978), “Specification Tests in Econometrics”, *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 46, 4, pp. 1251–1271.
- Hijazi, B. M. - Conover, J. A. (2011), “Empirical Performance of Accounting Measures of Direct Agency Costs”, *Research in Finance*, 27, pp. 223-272.
- Hillman, A. J. - Shropshire, C. - Cannella, A. A. (2007), “Organizational Predictors of Women on Corporate Boards”, *Academy of Management Journal*, 50, 4, pp. 941-952.
- Huse, M. - Grethe Solberg, A. (2005), “Gender-Related Boardroom Dynamics: How Scandinavian Women Make and Can Make Contributions on Corporate Boards”, *Women in Management Review*, 21, 2, pp. 113-130.
- Jadiyappa, N. - Jyothi, P. - Sireesha, B. - Hickman, L. E. (2019), “CEO Gender, Firm Performance and Agency Costs: Evidence from India”, *Journal of Economic Studies*, 46, 2, pp. 482-495.
- Jensen, M. C. - Meckling, W. H. (1976), “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 4, pp. 305-360.

- Jurkus, A. F. - Park, J. C. - Woodard, L. S. (2011), "Women in Top Management and Agency Costs", *Journal of Business Research*, 64, 2, pp. 180-186.
- Karayel, M. ve Doğan, M. (2014), "Yönetim Kurulunda Cinsiyet Çeşitliliği ve Finansal Performans İlişkisi: BİST 100 Şirketlerinde Bir Araştırma", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19, 2, ss. 75-88.
- Khuong, N. V. - Anh, L. H. T. - Quyen, P. N. - Thao, N. T. T. (2022), "Agency Cost: A Missing Link Between Female on Board and Firm Performance", *Business Strategy and Development*, pp. 1-17.
- Konak, F. – Özkahveci, E. (2021), "Yönetim Kurulundaki Kadınların Firma Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Bir Uygulama", *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23, 2, Aralık, ss. 6-23.
- Kontuš, E. (2021), "Agency Costs, Capital Structure and Corporate Performance: A Survey of Croatian, Slovenian and Czech Listed Companies", *Ekonomski Vjesnik*, 34, 1, pp. 73-85.
- Kristie, J. (2011), "The Power of Three", *Director and Boards*, 35, 5, pp. 22–32.
- Levi, M. - Li, K. - Zhang, F. (2014), "Director Gender and Mergers and Acquisitions", *Journal of Corporate Finance*, 28, pp. 185-200.
- Li, H., - Cui, L. (2003), "Empirical Study of Capital Structure on Agency Costs in Chinese Listed Firms", *Nature and Science*, 1, 1, pp. 12-20.
- Li, K. - Lu, L. - Mittoo, U. R. - Zhang, Z. (2015), "Board Independence, Ownership Concentration and Corporate Performance: Chinese Evidence", *International Review of Financial Analysis*, 41, pp. 162-175.
- Liu, Y. - Wei, Z. - Xie, F. (2014), "Do Women Directors Improve Firm Performance in China?", *Journal of Corporate Finance*, 28, pp. 169–184.
- Öcal, N. (2022), "Yönetim Kurulunda Kadın Üye Varlığının Şirket Performansına Etkisi", *Journal of Business and Trade (JOINBAT)*, 3, 1, ss. 1-19.
- Sayın, E - Aydın İncioğlu, Z. (2022), Kadın Yönetici Sayısının Finansal Verimlilik Üzerine Etkisinin Veri Zarflama Analizi ile Hesaplanması, 4th International Congress on Multidisciplinary Social Sciences Full Papers, ss. 324-334, Support and Development of Science Association Publications, 1st Edition, Ankara.
- Schwartz-Ziv, M. (2017), "Gender and Board Activeness: The Role of A Critical Mass", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52, 2, pp. 751-780.
- SPK (2014), Kurumsal Yönetim Tebliği, Resmî Gazete, Tarih: 3 Ocak 2014, Sayı: 28871, m.4.3.9. <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140103-3.htm> (Erişim tarihi: 21.04.2022).

- Şahin, K. - Eser, B. - Kaplan, T. - Özdündar, G. (2018), “Yönetim Kurullarında Kadın Yönetici Temsili: Türkiye’de Yönetim Kurulları Yapısının Cinsiyet Bağlamında İncelenmesi”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 14, 4, ss. 1147-1166.
- Taşkın D. - Evrim Mandacı P. (2017), “Şirket Yönetim Kurulundaki Kadın Üyelerin Firma Performansına Etkisi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 18, 1, ss. 29-45.
- Toksoy Redman, B. (2012), *Üst Yönetimde Kadın Temsili: Avrupa Birliği ve Türkiye'deki Gelişmeler*, <https://www.tusiad.org/tr/fikir-ureten-fabrika/item/5533-ust-yonetimde-kadin-temsili--avrupa-birligi-ve-turkiyedeki-gelismeler>, (Erişim tarihi: 11.07.2022).
- Tripathi, V. (2019), “Agency Theory, Ownership Structure and Capital Structure: An Empirical Investigation in the Indian Automobile Industry”, *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 14, 2, pp. 1-22.
- Usman, M. - Zhang, J. R. - Wang, F. J. - Sun, J. Q. - Makki, M. A. M. (2018), “Gender Diversity in Compensation Committees and CEO Pay: Evidence from China”, *Management Decision*, 56, 5, pp. 1065-1087.
- Wellalage, N. H., - Locke, S. (2011), “Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms: A Case Study in New Zealand Unlisted Small Companies”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 78, pp. 178-192.
- Wellalage, N. H. - Locke, S. (2013), “Women on Board, Firm Financial Performance and Agency Costs”, *Asian Journal of Business Ethics*, 2, 2, pp. 113–127.
- Yağlı, İ. - Ünlü, U. (2019), “Yönetim Kurulu Çeşitliliğinin Firma Değerine Etkisi: Türkiye Örneği”, *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6, 1, ss. 77-91.
- Yang, W., Yang, J. - Gao, Z. (2019), “Do Female Board Directors Promote Corporate Social Responsibility? An Empirical Study Based on The Critical Mass Theory”, *Emerging Markets Finance and Trade*, 55, 15, pp. 3452-3471.
- YASED (2016), *Kadınların Üst Yönetimde Temsilinin Arttırılmasına Yönelik Uygulamalar ve Öneriler*, *Uluslararası Yatırımcılar Derneği Yayını*, <https://yased-api.yased.org.tr/Uploads/Reports/9bf410f1-a8be-40fe-8d03-7e7c5a3bcf4a.pdf>, (Erişim tarihi: 11.07.2022).
- Yaşbay Kobal, H. - Ataman, G. (2018), “Vekalet Teorisi ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi Bağlamında, Yönetim Kurulunun Yapısal Özellikleri ile Finansal Kaldıraç ve Kârlılık Oranları Arasındaki İlişki: Halka Açık Gıda Şirketleri Üzerinde Bir Araştırma”, *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi*, 13, 50, ss. 187-210.
- Yıkılmaz Erkol, A. – Korkmaz, T. (2019), “Temsil Maliyetleri ve Yönetim Kurulu Yapısı: BİST Kurumsal Yönetim Endeksindeki İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 15, 3, ss. 797-813.

Yılmaz, M. K. - Mohamud, F. F. (2021), “Yönetim Kurulu Özelliklerinin Firmaların Kurumsal Sosyal Sorumluluk Performansı Üzerine Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkelerden Kanıtlar”, Döngüsel Ekonomi Sempozyumu, 19-20 Şubat 2021, İstanbul.

Zhao-guo, Z., Wei-feng, H., - Sha-sha, Z. (2007), Capital Structure and Agency Costs, in 14th International Conference on Management Science and Engineering Proceeding Book (pp. 1238-1247), Harbin, China.

EKLER**Ek 1.****Tanımlayıcı İstatistikler**

	Gözlem	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
FGO	1818	0.1320	0.1052	0.0015	0.8143
VKO	1818	0.9612	0.6902	0.0066	5.0599
KÜO	1818	0.1382	0.1514	0	0.6666
KS1	1818	0.3333	0.4715	0	1
KS2	1818	0.1848	0.3882	0	1
KS3	1818	0.0704	0.2559	0	1
YKB	1818	7.0445	2.1063	3	15
BÜO	1818	0.2974	0.1041	0	0.57142
PD/DD	1818	2.6092	4.6651	0	31.9422
FKAL	1818	0.5360	0.2358	0.0431	1.7074
LSAT	1818	8.5395	0.8620	6.1305	10.9523
FYAS	1818	37.5759	16.1297	2	85

Tabloda; Faaliyet gider oranı (FGO), Varlık kullanım oranı (VKO), Kadın üye oranı (KÜO), Yönetim kurulunda en az 1 kadın üye varlığı (KS1), Yönetim kurulunda 2 kadın üye varlığı (KS2), Yönetim kurulunda 3 ve daha fazla kadın üye varlığı (KS3), Yönetim kurulu büyüklüğü (YKB), Bağımsız üye oranı (BÜO), Piyasa değeri defter değeri oranı (PD/DD), Finansal kaldıraç (FKAL), Büyüme fırsatları (LSAT), Firma yaşı (FYAS) ile gösterilmektedir.

Ek 2.**Korelasyon Matrisi ve Varyans Artış Faktörü (VIF) Değerleri**

	KÜO	KS1	KS2	KS3	YKB	BÜO	PD/DD	TQ	FKAL	LSA T	FYAS	VIF
KÜO	1.000											1.04
KS1	0.058	1.000										1.22
KS2	0.505	-0.336	1.000									1.19
KS3	0.592	-0.194	-0.131	1.000								1.13
YKB	-0.150	0.021	0.057	0.032	1.000							1.48
BÜO	0.023	0.026	-0.038	-0.037	-0.239	1.000						1.09
PD/DD	-0.003	0.000	-0.010	-0.006	-0.010	0.050	1.000					1.26
FKAL	0.036	0.070	-0.040	0.042	0.026	0.098	0.123	-0.088	1.000			1.13
LSAT	-0.168	0.105	-0.015	-0.086	0.512	0.019	0.006	-0.010	0.211	1.000		1.54
FYAS	-0.088	0.025	0.022	-0.076	0.185	-0.053	0.073	0.078	-0.039	0.253	1.000	1.10

Ek 3.

F Testi Sonuçları			Breusch-Pagan LM Testi Sonuçları			Hausman Testi Sonuçları		
H ₀ : Havuzlanmış EKK Modeli Geçerlidir.			H ₀ : Havuzlanmış EKK Modeli Geçerlidir.			H ₀ : Katsayılar arasındaki fark sistematik değildir.		
Model 1			Model 1			Model 1		
İstatistik	Olasılık	Karar	İstatistik	Olasılık	Karar	İstatistik	Olasılık	Karar
45.47	0.0000	Red	4637.03	0.0000	Red	90.75	0.0000	Red
Model 2			Model 2			Model 2		
İstatistik	Olasılık	Karar	İstatistik	Olasılık	Karar	İstatistik	Olasılık	Karar
62.45	0.0000	Red	4941.02	0.0000	Red	82.38	0.0000	Red
Model 3			Model 3			Model 3		
İstatistik	Olasılık	Karar	İstatistik	Olasılık	Karar	İstatistik	Olasılık	Karar
44.87	0.0000	Red	4567.75	0.0000	Red	98.20	0.0000	Red
Model 4			Model 4			Model 4		
İstatistik	Olasılık	Karar	İstatistik	Olasılık	Karar	İstatistik	Olasılık	Karar
62.31	0.0000	Red	4924.24	0.0000	Red	81.90	0.0000	Red

Ek 4.

Varsayımdan Sapmalar Test Sonuçları				
Wald Testi				
H ₀ : Birimlere göre değişen varyans yoktur.				
İstatistikler	Model I	Model II	Model III	Model IV
İstatistik	6.2e+05	1.5e+05	4.1e+05	1.4e+05
Olasılık	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
DW-Baltagi Wu Testi				
H ₀ : Otokorelasyon yoktur.				
İstatistikler	Model I	Model II	Model III	Model IV
DW	0.9634	0.8359	0.9680	0.8369
Baltagi-Wu	1.3716	1.1962	1.3755	1.1978
Pesaran CD Testi				
H ₀ : Birimler arası korelasyon yoktur.				
İstatistikler	Model I	Model II	Model III	Model IV
İstatistik	5.348	11.675	5.126	11.880
Olasılık	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000